

***Reseñas Bibliográficas**

FINANZAS CORPORATIVAS, TEORÍA Y PRÁCTICA

Carlos Maquieira Villanueva
Editorial Andrés Bello, Santiago de Chile

Mauricio Gutiérrez Urzua

Departamento de Economía y Finanzas
Facultad de Ciencias Empresariales – Universidad del Bío-Bío
Avenida Collao 1202, Concepción, Chile
Email:

Lo primero que destacamos es que este tipo de publicación se encuentra habitualmente referida a modelos y situaciones del mundo anglosajón, particularmente Estados Unidos, en cambio en este libro el autor analiza los modelos de mercados desarrollados, pero aplicados a la realidad chilena. La publicación contempla un disco compacto, que contiene referencias y además una serie de preguntas de reflexión y el desarrollo de ejercicios. El libro se encuentra estructurado en 9 capítulos que abordan los aspectos y decisiones más trascendentes de las Finanzas Corporativas que se describen en forma resumida a continuación:

Capítulo 1

Destaca la importancia y la trascendencia de las decisiones empresariales en ambientes de certidumbre y ambientes de incertidumbre, sin olvidar los matices y características que muestra el mercado local. Una importante limitación se observa en el origen anglosajón de las principales teorías financieras, ya que la mayoría de los estudios que aplicamos en nuestra realidad son replicas de modelos desarrollado en organizaciones y mercados con características distintas a las empresas del mercado local. Las diferencias fundamentales se centran en el tipo de regulación, estructura de propiedad, estrategias de financiamiento, sin olvidar, el papel fiscalizador del mercado, lo que origina distintos estilos de gestión y diferentes conflictos de intereses, que afectan las decisiones de la empresa, situación evidenciada, especialmente en el último tiempo, a raíz de la “crisis financiera del 2008”. El mercado anglosajón se caracteriza por una regulación que se sustenta en la jurisprudencia (common law), mientras que en el resto del mundo prima el derecho romano (civil law). En algunos mercados la propiedad de las empresas presenta una alta atomización y en otros una fuerte concentración, originando diferentes conflictos de intereses, ya que, la propiedad atomizada genera conflictos entre accionistas y directivos o accionistas y acreedores, y la propiedad concentrada genera conflicto entre el accionista controlador y el accionista minoritario. Desde la perspectiva de la administración, los estilos de gestión y de control son diferentes ya que en el mundo anglosajón la administración recae en gerentes y directores independientes, en cambio, en otros mercados se observa que la gestión la realizan gerentes o directores que controlan grandes paquetes accionarios.

Capítulo 2

Corresponde a la introducción de la mayoría de los modelos financieros, en donde se estudian las decisiones de inversión y financiamiento en condiciones de certidumbre. La idea es conceptualizar estos elementos para el lector, para luego agregar las características de mercados imperfectos, con conflictos de agencia, asimetrías de información y ambientes de gran volatilidad.

Capítulo 3

En este capítulo se plantea la eterna dicotomía entre la financiación con deuda, utilizando las ventajas del mercado y la financiación mediante la emisión de acciones. Se analizan sus ventajas y desventajas, es decir, los costos y beneficios de cada una de las alternativas de financiamiento. Por una parte los acreedores preocupados de la tasa de interés, las garantías, los plazos de vencimiento y los "covenants" y por otra parte los accionistas preocupados de las ganancias de capital, dividendos y el control corporativo de las organizaciones.

Capítulo 4

En este apartado, se presenta la valoración de los activos financieros en función de su riesgo. Se analiza el modelo planteado por Markowitz y Tobin en donde las inversiones se valorizan en función de su varianza o desviación estándar. A continuación se presenta el modelo desarrollado por Jensen, Sharp y otros próceres de las finanzas, en donde la valoración de los activos financieros se realiza en función del riesgo sistemático o de mercado. Finalmente se presenta el modelo desarrollado por Ross y Roll en donde la valoración de los instrumentos financieros se genera por una serie de factores linealmente independientes, en ausencia de oportunidades de arbitraje.

Capítulo 5

Este capítulo aborda uno de las teorías fundamentales de las finanzas corporativas, es decir, el modelo de Modigliani y Miller y sus diferentes proposiciones en cuanto a la política de financiamiento de las empresas. Se analiza el efecto del endeudamiento en ausencia de impuestos a las empresas, luego con impuestos a las ganancias de las corporaciones y finalmente con impuesto a las personas. Además se analiza las características del endeudamiento en función del riesgo que están dispuesto a asumir los acreedores, inicialmente se analiza el modelo de Hamada, para finalizar con el modelo de Rubinstein.

Capítulo 6

Se analiza las condiciones de financiamiento de las empresas en ambientes de incertidumbre, considerando los costos directos del endeudamiento, pero también los costos indirectos. Se visualiza el efecto de los costos directos e indirectos de un posible proceso de quiebra. Además surge el conflicto de interés o problema de agencia entre acreedores y accionistas, dando origen a situaciones como la subinversión, la sobre inversión y la dilución de pago. Posteriormente se analizan los modelos que consideran la asimetría de información que existen entre los diferentes participantes de las decisiones empresariales. Finalmente se presentan las características y la aplicación del modelo planteado por Myers y Majluf que establece un orden o jerarquía al momento de buscar fuentes de financiamiento.

Capítulo 7

El capítulo 7 aborda uno de los temas más discutidos dentro de las finanzas corporativas, que dice relación con las motivaciones e impacto de la política de dividendos. En esta materia se confrontan las posiciones que sostienen la neutralidad de dicha política sobre el valor de la empresa, versus aquellos que sostienen que la política de dividendos es un mecanismo para crear valor corporativo. Existe otra corriente que sostiene que la política de dividendos castiga el valor de las acciones, debido a los costos directos e indirectos asociados. Los modelos que explican creación de valor o disminución de valor corporativo, se sustentan en las imperfecciones del mercado como asimetría de información, costos de agencia y diferentes tratamiento o regímenes tributarios. En particular, la política de pago de dividendos

debe ser analizada considerando que las sociedades anónimas chilenas tienen la obligación, de pagar al menos el 30% de sus utilidades como dividendos obligatorios. Otro elemento importante a considerar es la estructura y calidad del gobierno corporativo, ya que existe una fuerte concentración de la propiedad, las acciones que circulan representan menos del 20% del capital de las grandes empresas, según la Superintendencia de valores y seguros (SVS). Generalmente los 5 principales accionistas controlan más del 50% de la propiedad de las empresas. Uno de los factores que ha impulsado el desarrollo del mercado local es la importante participación de los inversionistas institucionales, tanto fondos de inversión nacionales y extranjeros, en particular la participación de los administradores de fondos de pensiones (AFP) que sólo invierten en aquellas empresas que tienen una adecuada calificación de riesgo, tanto en instrumentos de renta fija y renta variable, en Chile y en el extranjero. .

Capítulo 8

Este apartado el autor analiza uno de los aspectos más analizados dentro del campo de las finanzas de empresas, la valoración de éstas, lo que implica proyectar los flujos de caja, descontado con la tasa de interés apropiada y determinar el valor del patrimonio y de las acciones. Este ejercicio no es menor, ya que se debe valorar el futuro incierto de una organización y requiere una serie de supuestos, que llevan a definir a este proceso como una mezcla de ciencia, arte y magia. La proyección de los flujos de caja en condiciones de incertidumbre es todo un desafío, situación que el texto explica mediante ejemplos prácticos. No siempre el comportamiento estático de los flujos de caja es la mejor respuesta, por lo que actualmente se están utilizando modelos que recogen un comportamiento más volátil de los flujos como son las opciones reales. El flujo de caja es la diferencia entre ingresos y los egresos que se producen en un determinado periodo de tiempo. El flujo de caja se construye en base a lo que efectivamente entra y sale de la empresa, es por esto que difiere de la contabilidad que utiliza el principio contable de devengado que registra los ingresos y egresos al momento de producirse la transacción, es decir, éstos hayan sido o no percibidos o pagados. Junto con esto el tiempo para la proyección de los flujos de caja es vital, ya que la determinación de la vida económica de la empresa y la etapa de ésta, nos permitirá una adecuada elaboración del flujo de caja, lo que es fundamental para hacer un real juicio de la empresa y así determinar los reales beneficios del negocio a realizar, ya que un activo vale por su capacidad de generar flujos futuros. La estimación de continuidad del negocio tiene relación con la capacidad que tiene la empresa de generar flujos futuros de caja, es decir es el periodo de tiempo, en el cual nosotros tomaremos para valuar la empresa, ya que debemos tener claro la cantidad de años que consideraremos para estimar el valor de la esta, esto es un punto fundamental en la construcción y posterior cálculo de los flujos de caja. No obstante la estimación del horizonte de tiempo variará de una empresa a otra y de una industria a otra, ya que la estabilidad de la esta va relacionada con el grado de madurez de la misma, entendiendo que una empresa de una industria madura tendrá una mayor posibilidad de generar flujos de caja estables o menos volátiles a lo largo del tiempo, que una empresa en etapa de crecimiento, siendo esta dificultosa dada la poca información que se tiene, haciendo compleja la predicción de los flujos. Como hemos de darnos cuenta las características tanto de nuestra empresa como del mercado donde estamos insertos, influyen de manera significativa en la capacidad predicción.

Capítulo 9

Este corresponde al capítulo final de este libro, en donde se estudio el proceso de fusiones y adquisiciones de empresas. Se plantean las diversas motivaciones que existen para llevar a cabo un proceso de fusión o toma de control, entre los cuales destacan: Integración horizontal y vertical, poder de mercado, nuevos mercados, sinergia operativa y sinergias financieras, mejorar la gestión de la empresa adquirida, ventajas fiscales no aprovechadas, fusiones como empleo de fondos (free cash flow), combinación de recursos complementarios, diversificación (Empresas, Accionistas), motivaciones de los directivos, efecto sobre los beneficios por acción, crecimiento externo, fusiones y adquisiciones como defensa, capital de riesgo (Joint venture). Posteriormente el autor realiza una revisión de algunos procesos de fusiones y adquisiciones realizados en Chile. Valorar una fusión es desafío importante, porque debemos incorporar todas las posibles sinergias, sin olvidar el ruido que genera el proceso en el mercado. Otra visión que contempla el libro es el mercado de control corporativo, característica central del mercado local, que se caracteriza por la concentración de la propiedad y los derechos preferentes sobre las vo-

taciones de la junta de accionistas y las reuniones del directorio y el control directo sobre la distribución de los flujos de caja.

Resumiendo este libro constituye un aporte para el estudio de las finanzas corporativas por 2 razones fundamentales. Por una lado presente una visión analítica y crítica de las distintas teorías y modelos que explican las decisiones empresariales y por otra parte establece un puente entre estas teorías pensadas para otros mercados y el mercado chileno, lo que constituye el gran valor y aporte de texto analizado.